

Программы Федерального резерва США в борьбе с глобальным экономическим кризисом: аргументы за и против

© 2012 А.В. Киевич

доктор экономических наук, профессор

© 2012 М.О. Ширалиев

кандидат экономических наук

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail: a.v.kievich@yandex.ru, murad@shiraliyev.com

Анализируется макроэкономика США. Она находится в шатком состоянии, что влияет на политику, проводимую Федеральной резервной системой (ФРС).

Ключевые слова: анализ экономики США, глобальный экономический кризис, программы Федерального резерва.

После многообещающего начала 2012 г. экономический рост США в конце года замедлился. Это объясняется как ухудшением глобальной экономической ситуации в мире, так и неопределенностью, связанной с так называемым “фискальным обрывом” (масштабным сокращением дефицита бюджета США и соответствующим прогнозируемым замедлением роста экономики по истечении срока действия определенных законов по льготам в начале 2013 г.). И хотя тема безработицы еще занимает первые строчки в экономических изданиях, пожалуй, главным и наиболее серьезным риском является сейчас именно неспособность власти справиться с надвигающейся угрозой “фискального обрыва”. А это может еще повысить уровень безработицы до 9,1% и снизить темп экономического роста до отрицательных значений в 2013 г.

Вследствие вышеизложенного в США сейчас преобладает политическая неопределенность и неопределенность стратегий на финансовом, долговом, налоговом и нормативном фронтах. А сами финансовые проблемы разделены еще по трем направлениям: риск “обрыва” в 2013 г. по мере того, как произойдет автоматическое увеличение налогов и массовое сокращение расходов, если не будет достигнуто политическое соглашение; возобновленное партийное противостояние по поводу потолка госдолга; новая борьба за меры среднесрочной фискальной экономии.

Естественно, что в данных условиях ФРС отреагировала на это очередным раундом политики количественного смягчения, утвердив ее на период до 2015 г.¹ Также заметим, что Комитетом по операциям на открытом рынке (FOMC) было принято решение продлить ожидаемый период сохранения учетной ставки вблизи нулевого уровня аж до середины 2015 г., что четко

укладывается в рамки проводимой сейчас политики ФРС.

Но ради справедливости отметим, что, как и полагается центральному банку, Федеральный резерв начал в свое время бороться с кризисом традиционными инструментами кредитно-денежной политики:

- снижены нормативы отчислений;
- пересмотрены процентные ставки по инструментам рефинансирования;
- снижены требования к залогам;
- предоставлены банкам кредиты без обеспечения на различные сроки;
- расширен ломбардный список; и т.д.

Но после того как ФРС резко снизила процентные ставки почти до нуля в 2008 г., возможности проводить стимулирующую денежно-кредитную политику традиционными методами были исчерпаны.

Хотелось бы особенно остановиться на так называемом количественном смягчении QE1, QE2 и QE3. Программа количественного смягчения (QE)² стартовала в сентябре 2008 г. Суть ее состоит во вливании на рынок ликвидности через расширение баланса ФРС и выкуп у банков различных активов, ставших неликвидными в результате кризиса доверия. И за короткий период с сентября по декабрь 2008 г. баланс ФРС увеличился с 900 млрд. долл. до 2,3 трлн. долл. (на ноябрь 2012 г. - 2,85 трлн. долл.).

В конце 2008 г. ФРС начала выкуп ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами и гарантированными квазигосударственными ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac на 600 млрд. долл.

В марте 2009 г. ФРС объявила еще одну масштабную программу увеличения выкупа облигаций по ипотечным бумагам на 750 млрд.

долл. с доведением общего объема покупок этих бумаг до 1,25 трлн. долл., одновременно был запущен выкуп американских казначейских облигаций на 300 млрд. долл. Эта программа действовала до конца марта 2010 г.

Однако летом 2010 г. появились сигналы резкого замедления роста американской экономики, поэтому в августе 2010 г. ФРС решила, чтобы не допустить преждевременного сокращения своего баланса, начать реинвестирование погашаемого долга (примерно 30 млрд. долл. в месяц). И в целом, программа выкупа ипотечных и казначейских облигаций, действовавшая с марта 2009 г. (QE), была относительно успешна: был преодолен кризис ликвидности, финансовые и сырьевые рынки быстро восстанавливались после худшего со времен Великой депрессии обвала. В реальной экономике тоже ситуация улучшилась, так как со второго полугодия 2009 г. спад ВВП сменился ростом, сокращение числа рабочих мест замедлилось.

Однако успехи оказались неустойчивыми, и уже во II квартале 2010 г. рост ВВП замедлился до 1,1 %, число сокращенных рабочих мест в июне взлетело почти до 200 тыс., а угроза дефляции вновь стала вполне реальной. На этом фоне ФРС, несмотря на бурные протесты в США и в мире, начала в ноябре 2010 г. новый раунд количественного смягчения QE2 - выкуп казначейских облигаций в объеме 600 млрд. долл., который завершился в июне 2011 г.

Итоги QE2 на начало июня 2011 г. выглядели абсолютно неутешительными, поскольку единственным результатом стал разгон сырьевой инфляции, который в условиях снижения покупательной способности населения уже не стимулирует, а замедляет рост экономики и даже не способен поддержать рост фондового рынка. Для развивающихся экономик QE2 создала проблему в будущем высокой инфляции и нежелательного укрепления сырьевых валют. Для США - риски стагфляции. Рост экономики США после QE2 резко замедлился, число новых рабочих мест в мае рухнуло до более низкого уровня, чем тот, с которого стартовала программа QE2.

Одновременно практически были исчерпаны возможности дальнейшего бюджетного стимулирования, страна в очередной раз достигла "потолка" госдолга, а автоматического повышения планки уже не происходит, так как в Конгрессе постоянно идет жесткая борьба, обуславливающая увязку решения по госдолгу с планами сокращения бюджетного дефицита, и уже два рейтинговых агентства предупредили о возможном снижении кредитного рейтинга США.

Однако поддерживать ликвидность на рекордном уровне за счет сохранения близких к нулю процентных ставок и реинвестирования погашаемого долга ФРС еще какое-то время могла, но довести деньги до конечного потребителя уже было проблематично. Тогда, да и сейчас, что ни делай, кредиты не растут, так как вся стабилизация потребительских продаж и роста ВВП достигнута на основе замены драйвера роста - место кредитов заняла господдержка. Все, что могут власти США, - это поддерживать экономику на плаву за счет госбюджета.

Власти США должны пойти еще и на резкое ограничение доходности крупнейших финансовых компаний, причем, именно там, где эта доходность выглядит самой большой и надежной, или из кризиса не выйти. Но пока на такие революционные меры современные американские власти не способны. Все, что они могут, - это только отсрочить их. Именно в период такой отсрочки мы сейчас и живем.

Но ФРС нужно было что-то делать, иначе ситуация в экономике будет сильно ухудшаться. И вот ФРС США 13 сентября 2012 г. объявила (чего на протяжении долгих месяцев с нетерпением ожидали экономисты всего мира) новый раунд так называемого количественного смягчения QE3. А также на своем заседании 13 сентября 2012 г. Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) принял решение и о продолжении программы ТВИКС, и о начале новой программы эмиссии, которая будет состоять в выкупе с рынка ценных бумаг общим объемом около 40 млрд. долл. в месяц.

На последующей пресс-конференции глава ФРС Бен Бернанке пояснил, что новая программа стимулирования финансовой системы не имеет конкретной цели по выкупу определенных облигаций³. Ее ключевыми задачами являются создание рабочих мест и снижение безработицы, а также укрепление экономики США. По прогнозам самой ФРС, данный механизм позволяет снизить инфляционную составляющую процесса. В отличие от прямого "печатания денег", ведущего к инфляции, при количественном смягчении QE3 эмитированные государством новые доллары прогоняются через банки, которые не могут выплеснуть эти деньги на рынок никак иначе, кроме как через кредиты бизнесу и населению. По замыслу финансовых властей, подобные действия способствуют оживлению экономической активности и увеличению потребительского спроса.

На сей раз в Федрезерве считали, что новый раунд QE3 принесет свои плоды через рост сто-

имости активов и снижение кредитных ставок. И не так давно глава ФРС Бен Бернанке высказал мнение о том, что первые два раунда QE позволили к началу 2012 г. повысить ВВП почти на 3 % и увеличить занятость в частном секторе более чем на 2 млн. рабочих мест⁴.

Похоже, что у ФРС больше не оставалось возможностей тянуть с новым раундом количественного смещения. Так, по словам главы Федерального резервного банка (ФРБ) Чикаго Чарльза Эванса⁵, ФРС было необходимо сделать это немедленно. “Момент для дополнительных стимулирования давно настал, и решительные меры нужно принимать уже сейчас”, - заявлял Эванс. Более того, по мнению главы ФРБ Чикаго, монетарное смягчение не должно ограничиваться во времени. То есть ФРС, с его точки зрения, необходимо скупать гособлигации до тех пор, пока безработица в США не упадет с нынешних 8,3 % хотя бы до 7 %.

Поможет ли эмиссия в борьбе с безработицей - очень спорный вопрос, об этом говорил даже кандидат в президенты США от республиканцев М. Ромни: “Назвал новый шаг ФРС свидетельством несостоятельности экономической политики нынешнего президента. Они понимают, что, вопреки официальным цифрам, безработица растет (Б. Бернанке фактически прямо об этом сказал), что экономика не падает только за счет эмиссионной поддержки бюджета и долго это продолжаться не может”⁶.

Покупка облигаций с целью стимулирования экономики США - вынужденная мера: ФРС “заперла наручники и проглотила ключ”, - говорит экономист Pierpont Securities Стивен Стэнли⁷.

Вообще начало эмиссии - это признание ФРС, да и всех денежных властей США в своей полной беспомощности, но, поскольку никаких идей нет, приходится использовать старые и уже, в общем, достаточно дискредитировавшие себя рецепты. Впрочем, по мнению ряда экспертов, программа количественного смягчения все-таки несет в себе инфляционные риски, даже невзирая на наличие так называемого банковского фильтра. По их мнению, эмитированные государством деньги, выданные в виде кредитов, пойдут не на оживление экономики, а будут выброшены на потребительский рынок, со всеми вытекающими из этого инфляционными последствиями.

В то же время четко ответить на вопрос, способно ли количественное смягчение изменить общую ситуацию в американской экономике без риска срыва в новый кризис, сегодня не может никто. С полной уверенностью можно говорить лишь о том, что американская экономика дей-

ствительно нуждается в финансовом стимулировании и снижении безработицы. В условиях, когда выбор способов такого стимулирования крайне скуден, QE3 можно рассматривать как один (если не единственный) из наиболее действенных инструментов.

Между тем проблема “фискального обрыва” является сейчас ключевой в США. Сможет ли страна преодолеть очередную экономическую стихию, станет ясно уже совсем скоро. Американские политики затягивают принятие решения о том, как избежать “фискального обрыва” - одновременного повышения налогов и сокращения расходов бюджета, хотя и демократы, и республиканцы понимают, что без этой меры экономисту ждет потрясение. По словам президента США демократа Барака Обамы, это будет “внезапный удар”. Спикер палаты представителей конгресса США республиканец Джон Бонер называет это “фиаско”.

Б. Обама представил лидерам конгресса план действий, предусматривающий увеличение налоговых доходов бюджета на 1,6 трлн. долл. за 10 лет. Он призывает пойти на отмену льгот, введенных Джорджем Бушем-младшим для богатых американцев (годовой доход более 250 тыс. долл.).

Взамен администрация Обамы предлагает снизить ориентиры по сокращению расходов на программу медицинской помощи престарелым (Medicare) на 400 млрд. долл. за 10 лет и на год отложить сокращение по оборонным и внутренним программам. Такой подход не устраивает республиканцев. “Единственное, что мешает нам прямо сейчас достичь соглашения, предотвратить “фискальный обрыв” и повышение налогов для 98 % американцев, это нежелание конгрессменов-республиканцев потребовать от самых богатых людей платить налоги по более высоким ставкам”, - заявила пресс-секретарь Белого дома Эми Брандедж⁸.

Республиканцы пока не выдвигают собственных предложений, но корректируют предложение Обамы: налоговые поступления можно поднять лишь на 800 млрд. долл. за 10 лет, но провести большее сокращение расходов бюджета. В 2011 г. Бонер и Обама практически одобрили рост налоговых поступлений до 800 млрд. долл. Но переговоры зашли в тупик после того, как Обама предложил повысить доходы до 1,2 трлн. долл.

Кроме того, по данным источников, Обама одновременно предлагает повысить потолок госдолга США. Предельный размер государственного долга США установлен сейчас на уровне 16,394 трлн. долл. Госдолг на текущий момент

составляет уже более 16,2 трлн. долл. Бюджетный комитет конгресса подсчитал, что к верхней границе заимствования подойдут в феврале 2013 г. Конгресс, одобрение которого необходимо для повышения потолка госдолга, обычно требует сократить расходы бюджета на ту сумму, на которую поднимает предел заимствований. Но в следующем году сокращение расходов и так будет довольно значительным.

Здесь отметим, что еще в августе прошлого года в обмен на повышение потолка госдолга Конгресс принял закон о десятилетней программе сокращения дефицита бюджета. Если она не будет утверждена, то в силу вступит другая программа, когда сокращение расходов и отмена льгот, введенных при Буше, произойдут автоматически. Ожидание “фискального обрыва” уже влияет на экономику штатов. Многие банкиры отмечают, что их клиенты все чаще предпочитают откладывать крупные сделки, придерживая деньги на “черный день”.

Однако для Америки тут кроется еще один неприятный момент. В августе 2011 г. США впервые в истории лишились высшего кредитного рейтинга “AAA”, и теперь это может случиться снова. Причем на этот раз такой исход может оказаться неизбежным. Если политики в конце 2012 г. не смогут договориться и избежать “фискального обрыва”, то оценка надежности для Соединенных Штатов будет снижена. Однако в этой ситуации есть и подводные камни: если президент Обама все же сможет избежать автоматического секвестра бюджета, то может повториться прошлогодняя ситуация с потолком госдолга, что также обернется снижением рейтинга.

Итак, на сегодня мы имеем такую ситуацию в США:

Во-первых, частное стимулирование экономики сейчас невозможно (из-за неуверенности в завтрашнем дне). Но еще и накопленные долги “давят” на компании, домохозяйства и даже государство, т.е. государство в своих возможностях стимулирования экономики тоже ограничено.

Во-вторых, поскольку совокупный спрос постоянно падает, то даже для того, чтобы его оставить на прежнем уровне (без дополнительного стимулирования экономики), нужны дополнительные средства. И откуда их взять, уже, в общем, не вопрос - только из эмиссии.

В-третьих, практически всем уже стало понятно, что накопленные долги в рамках текущей экономической ситуации вернуть нельзя. И груз этих долгов настолько силен, что разрушает все возможности дальнейшего поступательного развития. Без их “расчистки” никакого роста не

будет, в лучшем случае - не слишком быстрое падение. Но и просто так списывать и реструктурировать их тоже нельзя, а значит, оптимальный вариант развития ситуации - постепенное снижение долговой нагрузки с одновременной эмиссионной поддержкой экономики?.. Посмотрим, как получится у властей осуществить это.

В общем, приемлемого выхода в рамках сохранения нынешней политической элиты США (ЕС) тут нет: она выращена банкирами и по этой причине не будет предлагать реального выхода, а будет просто тянуть, тянуть и тянуть время в расчете на то, что “само рассосется”...

А известный профессор Нью-Йоркского университета Нуриэль Рубини считает: “...”идеальный шторм” разрушит глобальную экономику в 2013 г. Развитие ситуации в 2013 г. окажется гораздо более худшим, чем кризис 2008 г. В 2008 г. можно было понизить базовые ставки с 5-6 % до нуля, провести монетарные смягчения QE, создать налоговые стимулы с нагрузкой на бюджет до 10 % ВВП и даже гарантировать выплату антикризисной помощи. Сегодня очередные раунды количественного смягчения становятся все менее эффективными, поскольку *сегодняшние проблемы связаны не с нехваткой ликвидности, как в 2008 г., а с неплатежеспособностью.*

В случае свободного падения рынков и спада экономик не будет средств, чтобы абсорбировать экономические шоки. За последние 4 года страны потратили до 95 % средств, смягчающих финансовые трудности. В 2013 г. таких возможностей уже не будет. Последние данные указывают на рецессию в еврозоне, а в таких странах, как Италия, Испания и Кипр, рецессия усилится в 2013 г”⁹.

И как мы можем уже отметить, в 2013 г. риски снижения роста мировой экономики будут усугубляться распространением жесткой экономии бюджетных средств в большинстве стран с развитой экономикой. До сих пор кризисный финансовый тормоз был сосредоточен в периферии еврозоны и Великобритании. Но теперь он проникает в ядро еврозоны. А в США, даже если президент Барак Обама и республиканцы в Конгрессе договорятся о плане бюджета, который избежит надвигающегося “финансового обрыва”, сокращение расходов и увеличение налогов неизбежно приведут к некоторому замедлению роста в 2013 г. - по крайней мере, на 1 % ВВП.

Но что объясняет недавнее миниралли на рынках США и рынках глобальных активов? Ответ прост: центральные банки снова взялись за свои рычаги ликвидности, обеспечивая рост

рисковым активам. Федеральная резервная система США воспользовалась агрессивным, не ограниченным по времени количественным смягчением QE. Объявление Европейским центральным банком о своей программе “непосредственной скупки облигаций” снизило риск кризиса суверенного долга периферии еврозоны и распада валютного союза. Банк Англии перешел от QE к SE (кредитному смягчению), а Банк Японии неоднократно увеличил размер своих операций по QE.

Монетарные власти во многих других развитых и развивающихся странах также сократили свои учетные ставки. И при медленном росте приглушенной инфляции, при близких к нулю краткосрочных процентных ставках и большом QE долгосрочные процентные ставки в большинстве стран с развитой экономикой остаются низкими за исключением периферии еврозоны, где суверенный риск остается относительно высоким. Поэтому неудивительно, что инвесторы, лихорадочно ищущие прибыль, кинулись приобретать акции, сырьевые товары, кредитные инструменты и валюты развивающихся стран. Они еще все также ждут и нового ралли... Посмотрим, как события будут развиваться на этот раз.

Тем временем, Федеральная резервная система США провела свое очередное заседание 11-12 декабря 2012 г.¹⁰ По итогам заседания ФРС объявила о новом раунде выкупа гособлигаций в рамках усилий по снижению “повышенного” уровня безработицы: Федрезерв намерен приобрести US Treasuries на 45 млрд. долл. в месяц, что соответствует объему прекращаемой операции “Твист” и ожиданиям рынка. Операция “Твист”, направленная на продление срочности бумаг в портфеле американского ЦБ объемами примерно по 45 млрд. долл. в месяц за счет продажи краткосрочных US Treasuries и покупки бондов с более длительными сроками обращения, как и предполагалось, завершится в конце года.

Также подтвержден курс на продолжение реализации третьего раунда программы “количественного смягчения” (quantitative easing, QE3) путем выкупа ипотечных бумаг на 40 млрд. долл. в месяц. Таким образом, в дальнейшем американский Центробанк продолжит выкупать активы в общей сложности на 85 млрд. долл. в месяц.

Федеральный резерв также объявил о сохранении целевого диапазона базовой процентной ставки от нуля до 0,25 % годовых, что совпало с прогнозами экономистов. При этом, ФРС удивила рынки тем, что впервые дала указания о том, какого уровня должны достичь макроэкономические индикаторы, прежде чем будет рас-

сматриваться вопрос о повышении процентных ставок. Безработица должна быть не больше 6,5 % при условии, что прогноз инфляции на ближайшие год-два не превышает 2,5 %, говорится в документе по результатам декабрьского заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC).

“Хотя уровень безработицы несколько снизился с лета, он остается повышенным. Потребительские расходы продолжают повышаться, и рынок жилья показал дальнейшие признаки улучшения, однако рост инвестиций компаний в основной капитал замедлился”, - отмечается в документе. “Инфляция остается несколько ниже долгосрочных целевых показателей FOMC, если не считать временных отклонений, которые в значительной степени отражают колебания цен на энергоносители. Долгосрочные инфляционные ожидания остаются стабильными”, - утверждают в FOMC. В октябре Федрезерв отмечал определенное усиление инфляции.

“Обязанностью FOMC является содействие максимальному трудоустройству населения и ценовой стабильности. Комитет по-прежнему обеспокоен тем, что без достаточного смягчения политики экономический рост, вероятно, не будет достаточно сильным для обеспечения устойчивого улучшения условий на рынке труда. Кроме того, напряженность на мировых финансовых рынках продолжает представлять существенные понижательные риски для экономического прогноза”, - отмечается в сообщении. “Комитет предполагает, что инфляция в среднесрочном периоде, вероятно, будет находиться на уровне, соответствующем целевым 2 %, или ниже”, - говорится в документе.

“Комитет будет пристально отслеживать поступающую информацию об экономических и финансовых событиях в предстоящие месяцы. Если прогноз по рынку труда не покажет существенного улучшения, FOMC продолжит выкуп казначейских бумаг и ипотечных бумаг федеральных агентств и будет использовать другие целесообразные инструменты до тех пор, пока такое улучшение не будет достигнуто в контексте ценовой стабильности”, - отмечается в пресс-релизе.

“При определении объемов, темпов и структуры выкупа активов комитет, как и всегда, будет руководствоваться вероятной эффективностью таких покупок и затратами на них”, - добавляет FOMC.

В то же время многие известные экономисты высказывают свои опасения по поводу присутствия регулятора на рынке - массированные интервенции могут привести к “обезвоживанию”

(исчезновению ликвидности) на долговом рынке страны.

“Новая программа ФРС США по выкупу гособлигаций, а также политика низких процентных ставок - это, помимо всего прочего, попытка предоставить Вашингтону дополнительное время для решения американского долгового кризиса”¹¹, - с таким заявлением выступил Нил Кашкари, глава подразделения глобальных фондовых рынков фонда РИМСО. Надо отдать должное ФРС за смелость и готовность к экспериментам. Однако возможности Бернанке ограничены. Чиновники пытаются повлиять на динамику финансовых рынков и добиться повышения цен на финансовые активы. Проблема в том, что они не могут добиться заметного улучшения в реальной экономике только за счет монетарной политики. При этом ее эффективность продолжает снижаться, это очевидный факт. Кашкари отметил, “что американским властям неизбежно придется решать проблему “фискального обрыва”, иначе, в случае автоматического повышения налогов и снижения госрасходов, экономика США снова окажется в рецессии. В остальном, конечно, показательно то, что ФРС определил в среду четкие ориентиры денежной политики, дав понять, что до роста инфляции выше 2,5 % и снижения безработицы ниже 6,5 % говорить о каком-либо ужесточении денежной политики не приходится”¹².

И как мы сейчас можем констатировать, ФРС даже не думает сворачивать те начинания, которые она запустила в острую фазу кризиса. Это говорит о том, что экономика Штатов и дальше будет находиться на финансовом допинге, так как у США есть одно большое преимущество - своя собственная валюта, и почти весь долг, государственный и частный, номинирован в долларах. Таким образом, правительство США, в отличие, например, от правительства Греции,

просто не может остаться без денег. Кроме всего прочего, они могут и напечатать деньги. В результате всем пока кажется, что Америка никогда не объявит дефолт по своему долгу. Но если правительство США будет печатать деньги для оплаты своих обязательств, не приведет ли это к инфляции? Пока нет, так как экономика находится в угнетенном состоянии. Правда, инвесторы все-таки рано или поздно начнут ждать ускорения инфляции. Они также могут спровоцировать снижение курса доллара. Но оба эти фактора в текущей обстановке скорее помогут экономике США, чем навредят ей: ожидание ускорения инфляции может заставить корпорации и домохозяйства тратить деньги, а слабый доллар благоприятно отразится на экспортной составляющей экономики. Из-за этого ФРС США в ближайшей перспективе не сможет свернуть беспрецедентные меры стимулирования рынка. Это связано еще и с тем, что за время действия программ выкупа облигаций баланс ФРС раздулся до рекордных отметок, и выйти из этой позиции будет уже сложно.

¹ URL: <http://quote.rbc.ru/topnews/2012/33811082.html>.

² URL: <http://fortrader.ru/birzhevoj-slovar/programma-kolichestvennogo-smyagcheniya-qe2.html>.

³ URL: <http://www.utro.ru/articles/economics/>

⁴ Там же.

⁵ Там же.

⁶ URL: [URL: http://www.gazeta.ru/financial/4847613.shtml](http://www.gazeta.ru/financial/4847613.shtml).

⁷ URL: <http://top.rbc.ru/economics/834840.shtml>.

⁸ URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/19792>.

⁹ URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/19902>.

¹⁰ URL: <http://stockinfocus.ru/frs-obyavila-ovykupe-gosobligacij-i-izmenila-podxod-k-povysheniyustavok/>.

¹¹ URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/21006>.

¹² Там же.

Поступила в редакцию 14.09.2012 г.